

涪陵榨菜 (002507.SZ)

一季度业绩同比增长 5.4%，费用收缩助力盈利能力恢复

买入

核心观点

公司公布 2022 年一季报：榨菜 2022Q1 实现营收 6.9 亿元，同比-2.9%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比+5.4%；实现扣非归母净利润 1.95 亿，同比-3.1%。

直接提价贡献核心增长，动销逐月改善。由于公司 2021Q4 对主要产品提价（平均幅度为 14%），据此可推算 1Q22 销量同比下滑接近 15%，销量下滑主要系：1）1Q21 渠道及终端备货积极导致基数较高；2）提价在传导过程中影响了短期动销。但随着提价逐渐顺利传导到终端和 3 月疫情严重区域居民囤货需求旺盛，公司 3 月销量增速已转正，动销逐月恢复且明显好于预期。

费用收缩叠加理财收益增加，Q1 净利率恢复至 30%+。1Q22 公司毛利率同比下滑 7.7pct 至 52.0%，若还原运费至可比口径，毛利率同比-4.1pct，主要系 1Q22 仍在用去年高价采购的青菜头；1Q22 公司销售费用率同比下滑 6.3pct 至 19.0%，若还原运费至可比口径，销售费用率同比-2.7pct，主要系广告费用收缩。1Q22 公司财务费用率同比下滑 0.2pct 至 0.1%，主要系理财收益增加。在以上因素共同影响下，公司净利率同比提高 2.4pct 至 31.3%。

受益于提价与青菜头采购成本回落，2022 年榨菜业绩有望加速释放。除提价所能贡献的收入增量外，由于疫情反复公司动销受益+囤货时消费者价格敏感性降低+食品价格普遍上调，预计公司 2022 年销量将实现正增长，并迎来量价双升。成本端，由于青菜头采购价格同比下滑约 36%，预计公司毛利率将迎来大幅改善（中性假设下毛利率提高 6pct），考虑到青菜头采购后的使用时滞，采购成本下降导致的毛利率改善将于 2Q22 体现在报表端。费用端，预计 2022 年费用投放将更加趋于理性，销售费用率边际将有所下降，同时费用结构也将实现优化（地推增加+收缩广告投入）。在以上因素的共同影响下，公司 2022 年业绩有望加速释放，并且考虑到 2Q21-3Q21 基数较低，2Q22-3Q22 业绩增速更高且呈现逐季改善趋势。

风险提示：渠道下沉进度不及预期、食品安全风险、行业需求疲软等。

投资建议：提价叠加成本下行，2022 年业绩弹性可期，维持“买入”评级。

考虑到公司提价传导顺利，全年费用率将有所下降，我们上调此前盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 9.9/12.7/15.3 亿元（前次为 9.8/12.4/14.9 亿元），同比增长 33%/29%/20%；当前股价对应 PE 分别为 35/27/23x。短期看，去年底直接提价叠加青菜头采购成本下行，公司 2022 年利润弹性有望充分释放。长期看，公司竞争优势突出，渠道下沉和品类拓展将助力长期业绩提升，看好公司长期做大酱腌菜版图，维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855/0755-81983

057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	35.33 元
总市值/流通市值	31373/31020 百万元
52 周最高价/最低价	43.48/25.46 元
近 3 个月日均成交额	365.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《涪陵榨菜-002507-2021 年业绩预告点评：四季度盈利改善，长期业绩弹性可期》——2022-02-25

《涪陵榨菜-002507-2021 年三季报点评：动销环比增长，成本阶段承压》——2021-11-02

《涪陵榨菜-002507-2021 年半年报点评：费用增加支撑收入增长，Q2 经营阶段承压》——2021-08-02

《涪陵榨菜-002507-公司快评：基本面拐点渐近，经营压力有望逐步消化》——2021-07-01

《涪陵榨菜-002507-2020 年年报及 2021 一季报点评：Q1 收入高增长，榨菜成长步入新阶段》——2021-04-29

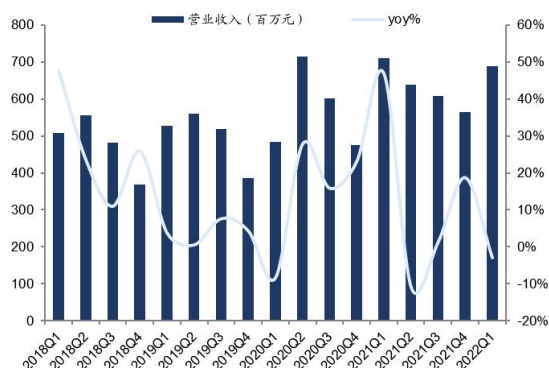
盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,905	3,368	3,877
(+/-%)	14.2%	10.8%	15.3%	15.9%	15.1%
净利润(百万元)	777	742	989	1270	1526
(+/-%)	28.4%	-4.5%	33.3%	28.5%	20.1%
每股收益(元)	0.98	0.84	1.00	1.29	1.55
EBIT Margin	37.8%	28.8%	34.0%	39.4%	41.7%
净资产收益率 (ROE)	22.8%	10.4%	12.6%	14.5%	15.5%
市盈率 (PE)	35.9	42.3	35.2	27.4	22.8
EV/EBITDA	30.2	38.7	31.0	23.3	19.1
市净率 (PB)	8.17	4.38	4.43	3.98	3.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

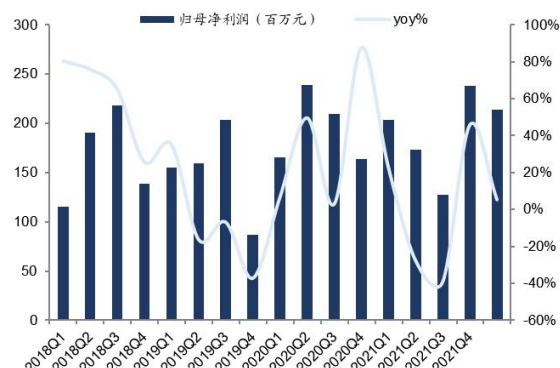
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：涪陵榨菜分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



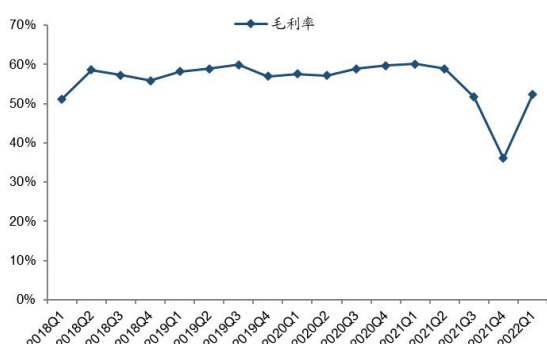
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：涪陵榨菜分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



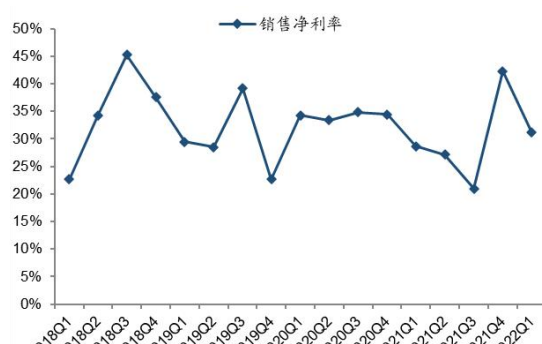
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：涪陵榨菜分季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：涪陵榨菜分季度净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到公司提价传导顺利，全年费用率将有所下降，我们上调此前盈利预测。预计公司 2022-24 年收入分别为 29.1/33.7/38.8 亿元（此前为 29.7/34.7/40.4 亿元），收入有所下调主要系提价传导过程中对短期动销有扰动。而 2022H1 多数时间公司仍将采用去年采购的高价青菜头，22-23 年毛利率预测调整至 58.3%/60.5%（此前为 61.7%/63.5%）。由于公司提价传导顺利，2022 年销售费用率将有所降低，22-23 年销售费用率调整至 18.5%/15.5%（此前为 20.4%/18.7%）。综上，预计公司 22-23 年归母净利润为 9.9/12.7 亿元（此前为 9.8/12.4 亿元），同比+46.2%/+39.1%。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2969	3468	4040	2905	3368	3877	-64	-100	-163
收入同比增速%	17.87%	16.82%	16.50%	15.33%	15.93%	15.13%	-2.55%	-0.88%	-1.37%
毛利率%	61.70%	63.54%	64.00%	58.25%	60.54%	60.73%	-3.45%	-3.00%	-3.27%
销售费用率%	20.39%	18.69%	18.00%	18.54%	15.54%	13.54%	-1.86%	-3.16%	-4.46%
净利率%	32.93%	35.82%	36.97%	34.05%	37.73%	39.36%	1.12%	1.91%	2.39%
归母净利润（百万元）	978	1242	1494	989	1270	1526	11	28	32
归母净利润同比增速%	31.81%	27.04%	20.25%	33.30%	28.45%	20.10%	1.48%	1.41%	-0.15%
EPS（元）	1.10	1.40	1.68	1.00	1.29	1.55	-0.10	-0.11	-0.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值 亿元	投资评级
				21E	22E	23E	21E	22E	23E		
002507	涪陵榨菜	42.3	35.33	0.84	1.00	1.29	42.3	35.2	27.4	314	买入
603288	海天味业	57.2	90.57	1.58	1.62	2.07	57.2	56.0	43.7	3815	买入
600872	中炬高新	27.4	24.99	0.93	1.00	1.34	26.8	25.1	18.6	199	买入
603027	千禾味业	60.2	17.84	0.30	0.41	0.54	59.5	43.5	33.0	143	买入
603317	天味食品	71.3	19.38	0.24	0.36	0.50	79.2	54.1	38.9	146	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 千禾味业为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1750	3086	5734	6043	6587	营业收入	2273	2519	2905	3368	3877
应收款项	11	11	19	22	24	营业成本	949	1200	1213	1329	1523
存货净额	383	401	459	459	481	营业税金及附加	33	39	43	50	57
其他流动资产	46	2396	58	68	78	销售费用	368	475	538	523	525
流动资产合计	2189	5894	6270	6592	7171	管理费用	58	74	106	120	135
固定资产	1179	1275	1735	2353	2924	研发费用	7	5	17	19	21
无形资产及其他	153	507	487	467	447	财务费用	(34)	(96)	(110)	(147)	(158)
投资性房地产	449	72	72	72	72	投资收益	11	43	66	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	0
资产总计	3970	7749	8564	9483	10613	其他收入	4	5	(17)	(19)	(21)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	915	874	1164	1495	1795
应付款项	80	154	99	106	120	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	376	315	494	517	565	利润总额	914	874	1164	1495	1795
流动负债合计	456	470	593	623	685	所得税费用	137	132	175	224	269
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	102	112	112	112	112	归属于母公司净利润	777	742	989	1270	1526
长期负债合计	102	112	112	112	112	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	558	582	704	735	797	净利润	777	742	989	1270	1526
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	2	1	1	1
股东权益	3411	7167	7859	8749	9817	折旧摊销	83	101	160	201	248
负债和股东权益总计	3970	7749	8564	9483	10613	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(34)	(96)	(110)	(147)	(158)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	281	(1965)	2396	18	29
每股收益	0.98	0.84	1.00	1.29	1.55	其它	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.30	0.30	0.30	0.39	0.46	经营活动现金流	1142	(1123)	3545	1489	1803
每股净资产	4.32	8.07	7.97	8.87	9.96	资本开支	0	(190)	(600)	(800)	(800)
ROIC	24%	12%	18%	40%	41%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	10%	13%	15%	16%	投资活动现金流	0	(190)	(600)	(800)	(800)
毛利率	58%	52%	58%	61%	61%	权益性融资	(0)	3280	0	0	0
EBIT Margin	38%	29%	34%	39%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	33%	40%	45%	48%	支付股利、利息	(237)	(266)	(297)	(381)	(458)
收入增长	14%	11%	15%	16%	15%	其它融资现金流	126	(98)	0	0	0
净利润增长率	28%	-5%	33%	28%	20%	融资活动现金流	(348)	2649	(297)	(381)	(458)
资产负债率	14%	8%	8%	8%	8%	现金净变动	794	1337	2648	308	545
息率	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	956	1750	3086	5734	6043
P/E	35.9	42.3	35.2	27.4	22.8	货币资金的期末余额	1750	3086	5734	6043	6587
P/B	8.2	4.4	4.4	4.0	3.5	企业自由现金流	0	(1439)	2795	547	851
EV/EBITDA	30.2	38.7	31.0	23.3	19.1	权益自由现金流	0	(1537)	2889	672	986

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032